

NOTA EDITORIAL

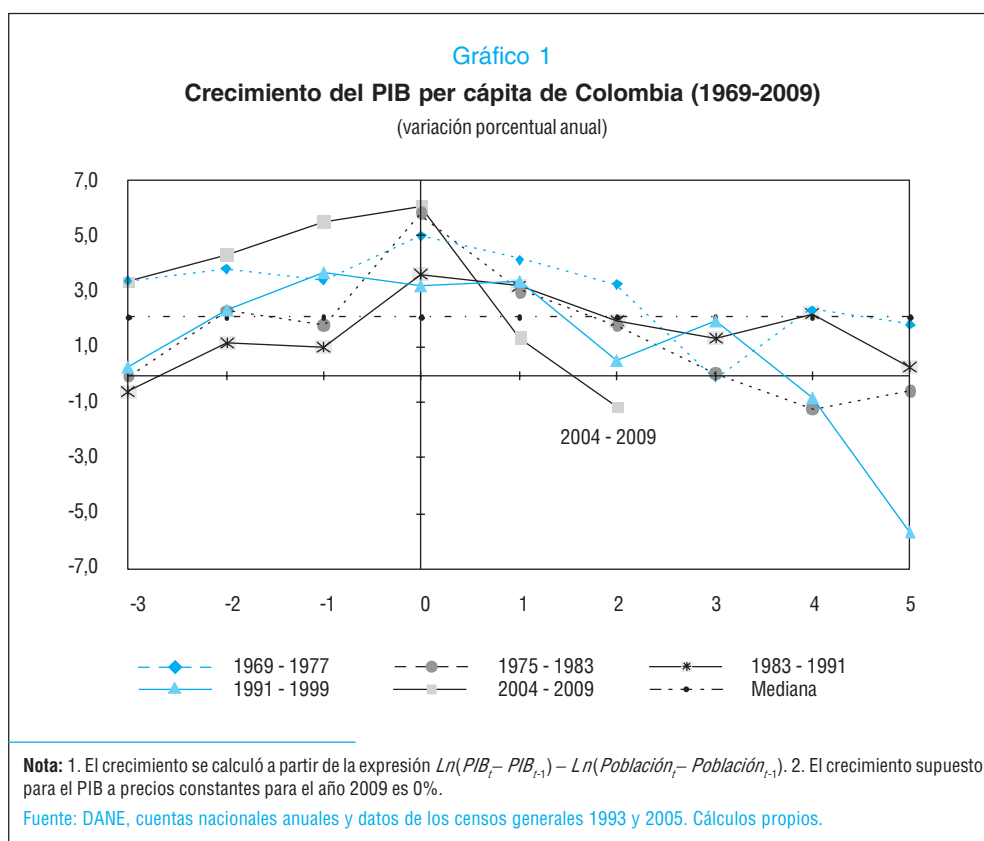
ESTABILIDAD DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA RECIENTE Y ALGUNAS TAREAS PENDIENTES

En un evento académico realizado en medio del fuerte auge económico de 2007 tuve la oportunidad de analizar la siguiente pregunta: ¿cómo sostener el crecimiento económico?¹ Esta es, sin duda, una ocasión propicia para retornar al mismo tema. El crecimiento de la economía colombiana en 2006 y 2007 no era sostenible a futuro; además, en 2008 y en lo corrido de 2009 hemos tenido un período de desaceleración, seguido de la contracción del producto per cápita.

El contexto de la discusión en 2007 fue una regularidad empírica: períodos de tres o cuatro años de crecimiento del producto per cápita por encima del 2% anual han sido siempre seguidos en Colombia, pocos años después, de estancamiento o caída del producto per cápita. Como se aprecia en el Gráfico 1, el ciclo económico que está concluyendo no fue la excepción y encaja perfectamente en el patrón de comportamiento descrito en el trabajo de hace un par de años.

En 2007 también mostré que gran parte de las fluctuaciones económicas en Colombia se originan en choques externos, especialmente aquellos relacionados con los precios internacionales de nuestras exportaciones,

¹ J. D. Uribe, "Globalization and Colombia's Policy Framework", *Lacea-Lames meeting*, Bogotá, 2007.



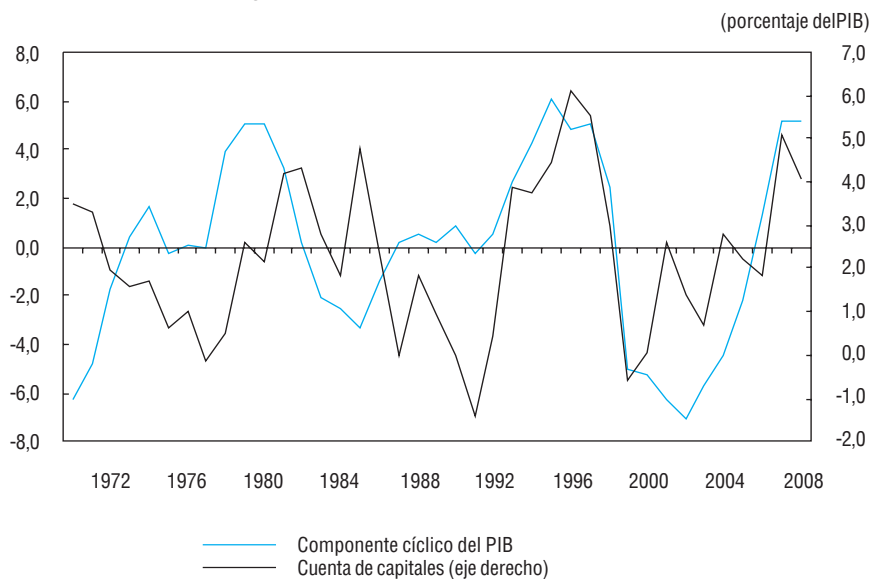
así como por los flujos de capitales (gráficos 2 y 3). Anoté, además, que los efectos de esos choques son ampliados por factores que dificultan la suavización del consumo y de la inversión a lo largo del ciclo económico. Entre estos, cité los siguientes:

- Las restricciones de acceso al crédito para una fracción importante del sector privado, lo cual lleva a que el gasto agregado siga muy de cerca el ingreso corriente.
- El comportamiento procíclico del sistema financiero, que tiende a relajar su oferta de crédito en los períodos de auge y a contraerla en los de debilidad económica.
- Las respuestas generalmente procíclicas de las políticas monetaria y fiscal².

² Véanse, por ejemplo, C. Fernández, “La política monetaria y los ciclos económicos en Colombia en los últimos 35 años”, *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, 2005-II, e I. Lozano, “Caracterización de la política fiscal en Colombia y análisis de su postura frente a la crisis internacional”, Borradores de Economía, núm. 566, Banco de la República, mayo de 2009.

Gráfico 2

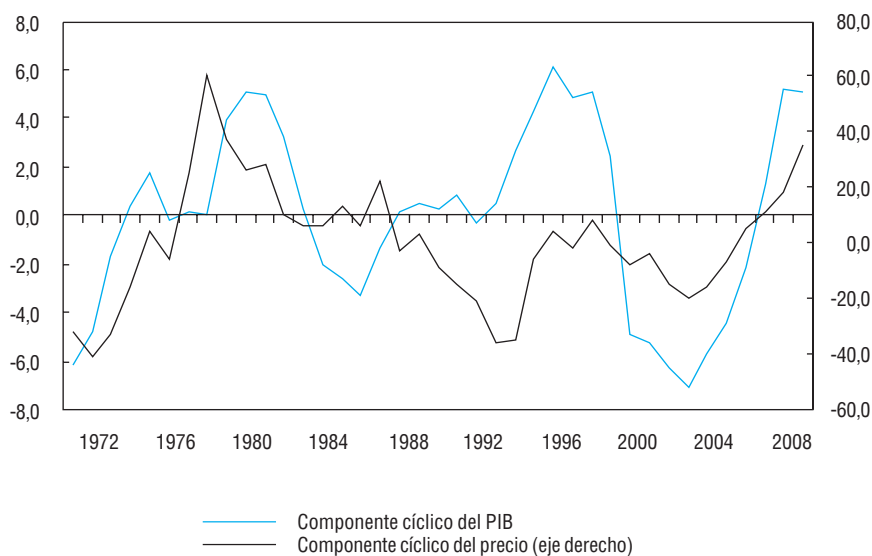
**Cuenta de capitales
y componente cíclico del producto**



Fuente: Mahadeva y Gómez (2009). Banco de la República, Borradores de Economía, núm. 557.

Gráfico 3

**Componentes cíclicos del precio real en dólares
de las exportaciones y del producto**



Fuente: Mahadeva y Gómez (2009). Banco de la República, Borradores de Economía, núm. 557.

Como se anotará, son muchos los elementos del ciclo económico reciente que coinciden con los observados en ciclos anteriores. Así mismo, son notables las diferencias, las cuales se explican, en gran medida, por la respuesta de las políticas monetaria y cambiaria durante la fase reciente de auge, lo que se presenta en la sección II. En la sección III sugiero algunas “tareas pendientes” en los tres pilares básicos de la estabilidad macroeconómica: las políticas fiscal, financiera y monetaria. Las sugerencias van dirigidas a tener un marco macroeconómico que reduzca la formación de desequilibrios reales y financieros, y que ayude a un crecimiento estable de la economía.

I. LO VIEJO Y LO NUEVO DEL ACTUAL CICLO ECONÓMICO

El comportamiento reciente de la economía colombiana contiene varios de los elementos observados en ciclos previos. Colombia, al igual que otros países emergentes, a partir de 2004 se benefició de un aumento sustancial de sus términos de intercambio y de la demanda externa de sus productos. Los flujos de capitales también alcanzaron registros históricos en los últimos cuatro años. Si bien es cierto que condiciones internas como las mejoras en la seguridad y la confianza desempeñaron un papel en la atracción de capitales externos y en los mayores gastos de inversión y consumo, el buen crecimiento en otros países entre 2004 y 2007 indica la presencia de factores externos comunes de importancia.

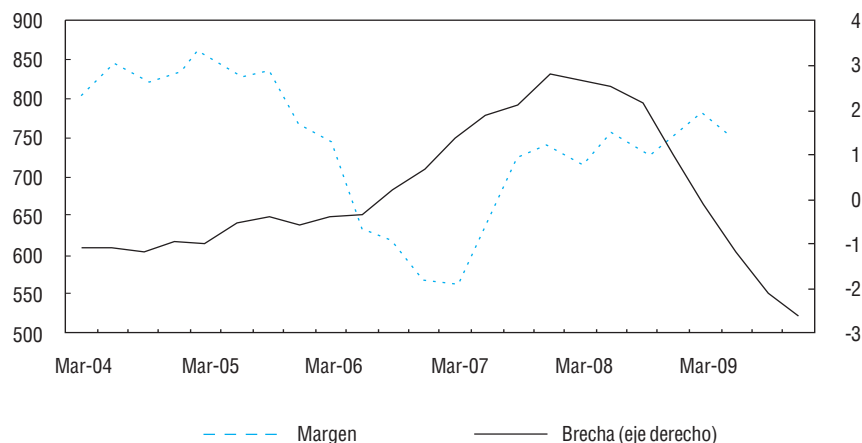
A su vez, la actual fase de desaceleración económica se explica, principalmente, por los efectos de la crisis internacional. Ésta ha impactado a la economía colombiana mediante la reducción de la confianza de los consumidores y de los productores, y por los menores ingresos de exportaciones y remesas de trabajadores. Así mismo, se ha visto una disminución en los flujos netos de capital privado, en especial después de la quiebra de Lehman Brothers.

Como en otros ciclos económicos, en el actual la oferta crediticia se ha comportado de forma procíclica. Entre 2006 y 2007 se observó una fuerte expansión de la cartera, en especial de la de consumo, y una disminución de las primas de riesgo crediticio del sector privado local. Estos fenómenos se han revertido desde entonces, al tiempo con un endurecimiento de los estándares de crédito del sector financiero (gráficos 4, 5, 6, 7 y 8).

Gráfico 4

**Prima de riesgo (tasa activa - tasa de política)
y brecha del producto ^{a/}**

(margen de las tasas)



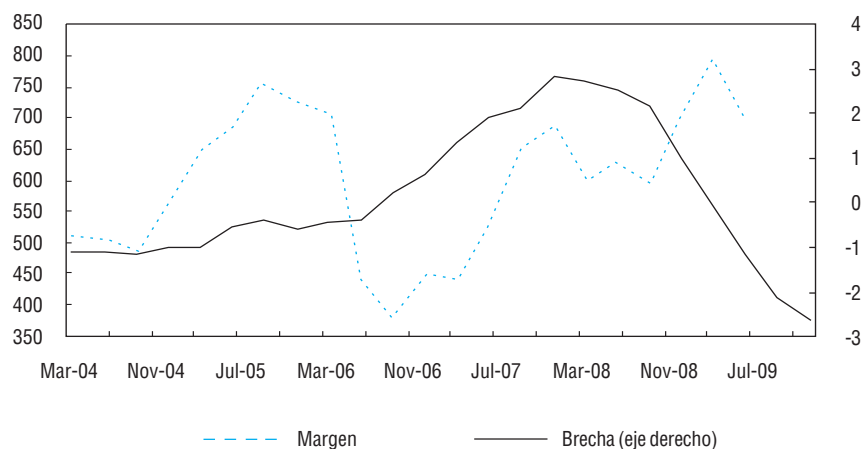
a/ La prima de riesgo se calculó como la diferencia entre la tasa de interés activa (promedio calculado por el Banco de la República) y la tasa de interés de referencia del Banco de la República. El último dato disponible para las tasas de interés es junio 5 de 2009. La brecha del producto se calculó con la metodología Hodrick y Prescott.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5

Prima de riesgo (tasa activa - TES) y brecha del producto ^{a/}

(margen de las tasas)

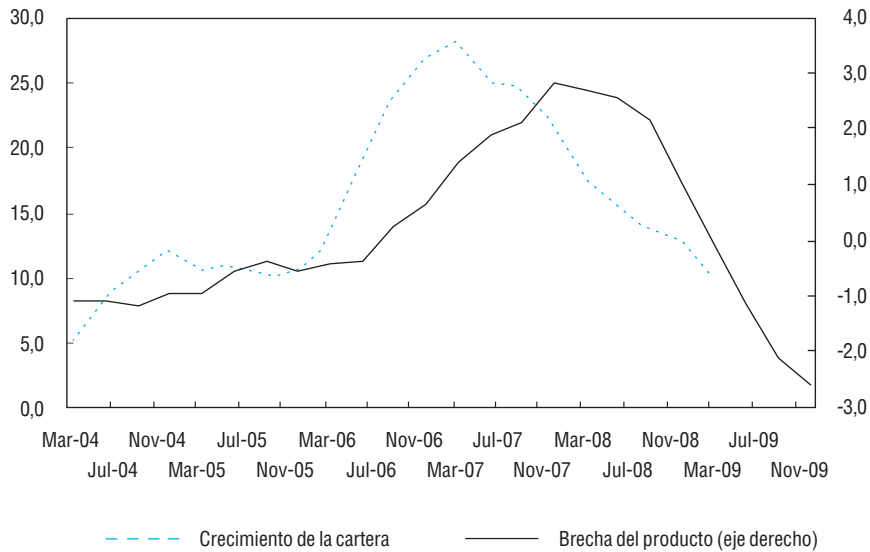


a/ La prima de riesgo se calculó como la diferencia entre la tasa de interés activa (promedio ponderado calculado por el Banco de la República) y la tasa de interés de los TES a dos años. Los últimos datos disponibles para las tasas de interés son de junio 5 de 2009 para la tasa activa y junio 12 de 2009 para la tasa de TES a 2 años. La brecha del producto se calculó con la metodología Hodrick y Prescott.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6

Tasa de crecimiento real de la cartera total y brecha del producto 1/
(porcentaje)



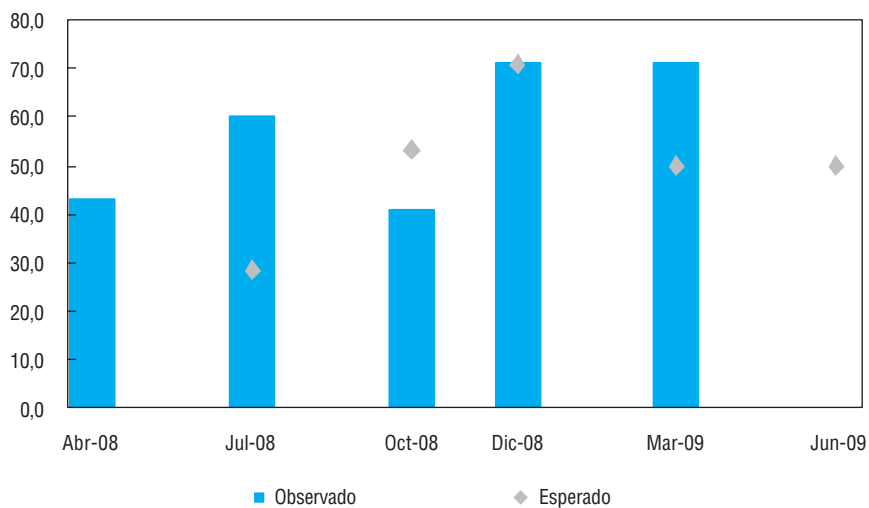
1/ La brecha del producto se calculó con la metodología Hodrick y Prescott.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos del Banco de la República.

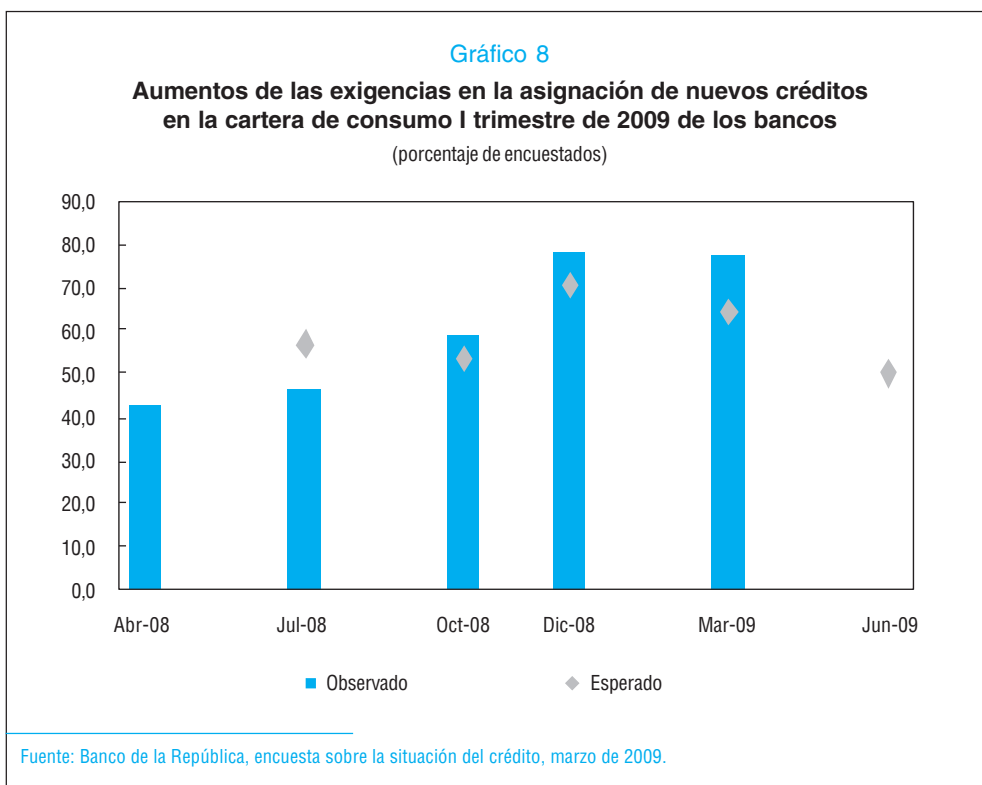
Gráfico 7

Aumentos de las exigencias en la asignación de nuevos créditos en la cartera comercial I trimestre de 2009 de los bancos

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Banco de la República, encuesta sobre la situación del crédito, marzo de 2009.

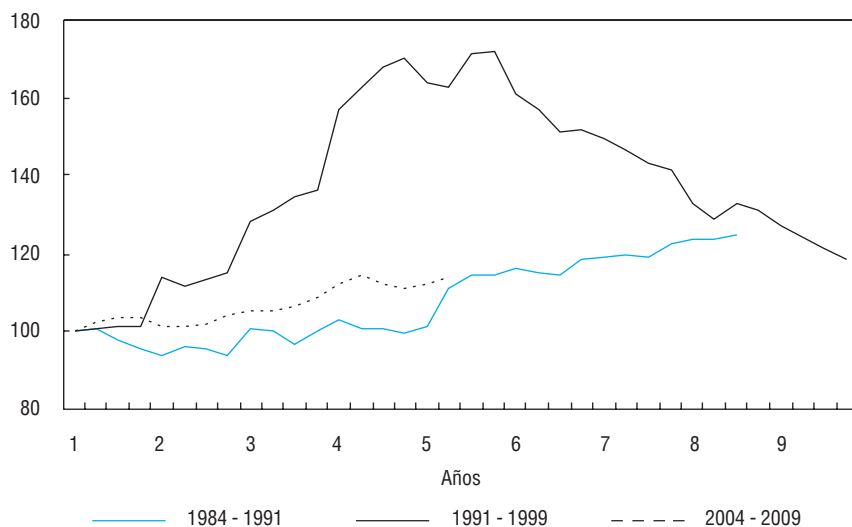


No obstante, a pesar de compartir estas características, el ciclo económico actual ha exhibido algunas diferencias notorias con respecto a los anteriores y, especialmente, al de los años noventa. En particular:

- Los precios de la vivienda, que en el pasado registraron fuertes alzas y caídas, en esta oportunidad han mostrado un comportamiento más estable. Esto indica la ausencia de burbujas especulativas que acen-túen la fragilidad financiera de los bancos y sus clientes (Gráfico 9).
- En esta ocasión la ampliación del déficit en cuenta corriente fue me-nor que en el ciclo de grandes entradas de capitales de los años no-venta y no ha habido una corrección drástica tras el cambio de las condiciones externas (Gráfico 10).
- El crecimiento del endeudamiento de firmas y hogares fue más mo-derado y corto que en el ciclo anterior, y el crédito ha continuado creciendo aún después del impacto de la crisis global (Gráfico 11).
- Los descalkes cambiarios de los sectores privado y público han sido en esta ocasión mucho menores.

Gráfico 9

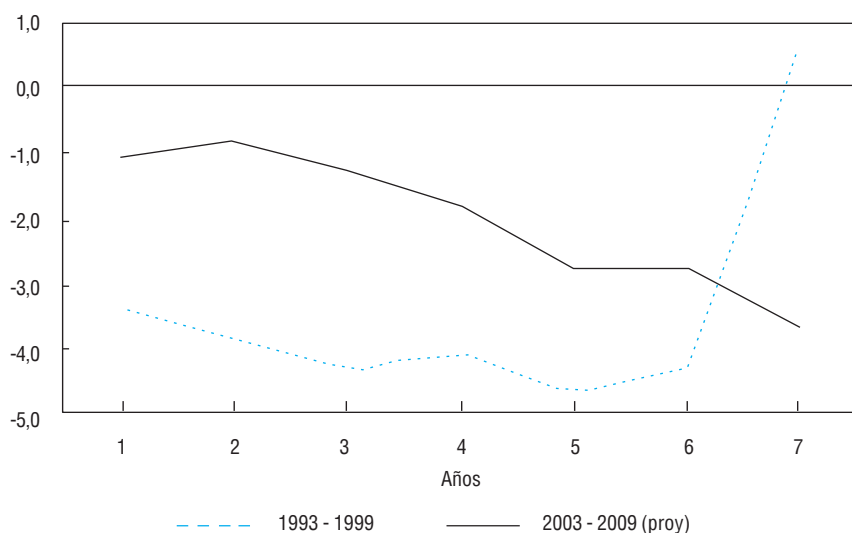
Índice de precios de vivienda deflactado por IPC



Fuente: Cálculos del Banco de la República en datos de DNP, precio de oferta de vivienda nueva por metro cuadrado en Bogotá, VIS y no VIS.

Gráfico 10

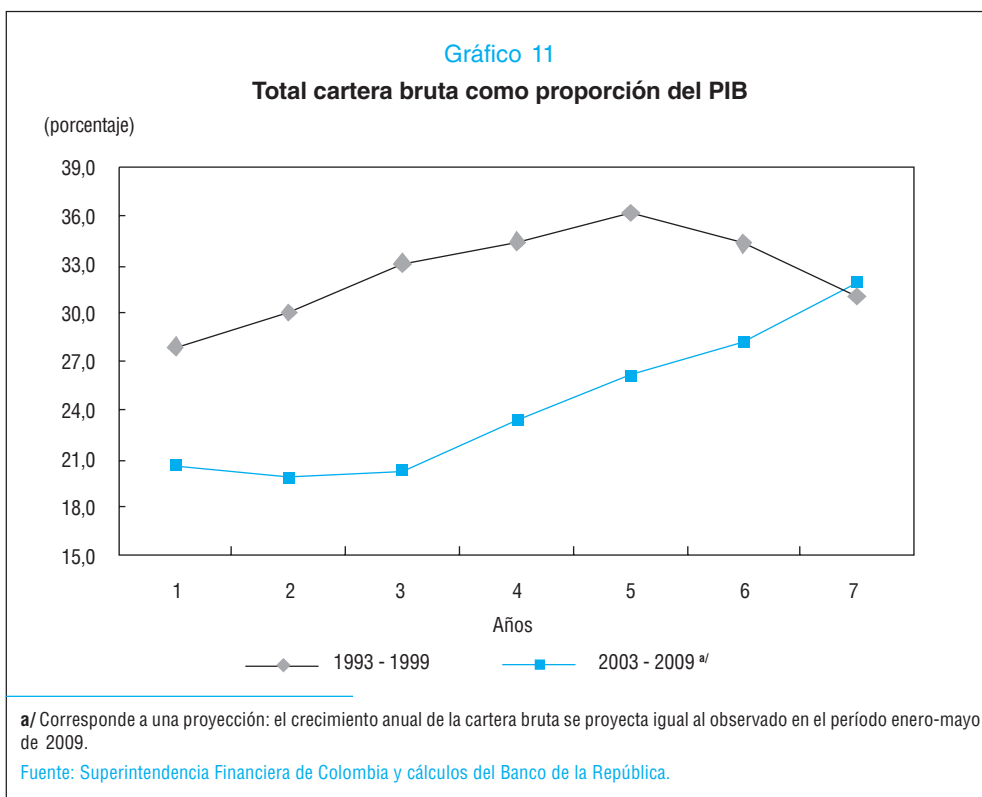
Cuenta corriente como porcentaje del PIB



(proy) Proyectada.

Fuente: Balanza de pagos, Banco de la República.

- El sistema financiero ha operado normalmente y transmitido a la economía de una forma rápida las acciones de la política monetaria.



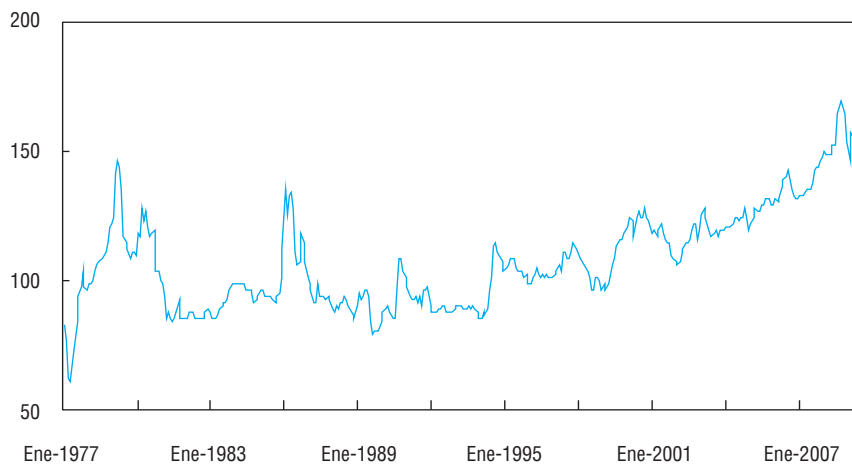
Estas diferencias son aún más significativas si se tiene en cuenta que el tamaño de los choques externos en el ciclo reciente ha sido relativamente grande. El aumento de los términos de intercambio sólo es comparable en magnitud con el de finales de los años setenta, y ha sido más sostenido en esta oportunidad (Gráfico 12). El crecimiento del producto per cápita mundial entre 2004 y 2007 fue el mayor en los últimos cuarenta años, con el consecuente efecto sobre la demanda global (Gráfico 13). La cuenta financiera y de capital como proporción del PIB ha registrado superávits comparables con los observados a comienzos de los años ochenta y noventa, mientras que la inversión extranjera directa ha alcanzado niveles récord (Gráfico 14). La disminución de los términos de intercambio fue abrupta desde octubre de 2008, mientras que la reducción del PIB mundial ha sido la mayor desde la Gran Depresión.

II. EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FINANCIERA

Las diferencias reseñadas entre el ciclo actual y los anteriores se explican en buena parte por innovaciones en la respuesta de política económica

Gráfico 12

**Relación de términos de intercambio
(promedio 1994=100)**

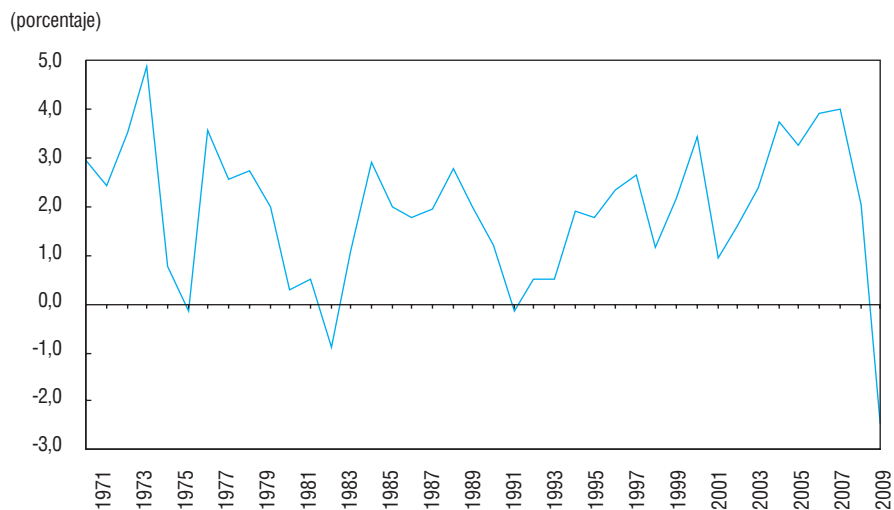


Nota: desde enero de 1980 utiliza ponderaciones móviles del comercio colombiano, y de 1970 a 1980 las ponderaciones son fijas, se utilizó un empalme simple entre las dos series.

Fuente: Banco de la República, corresponde a la razón entre IPP de exportados e importados.

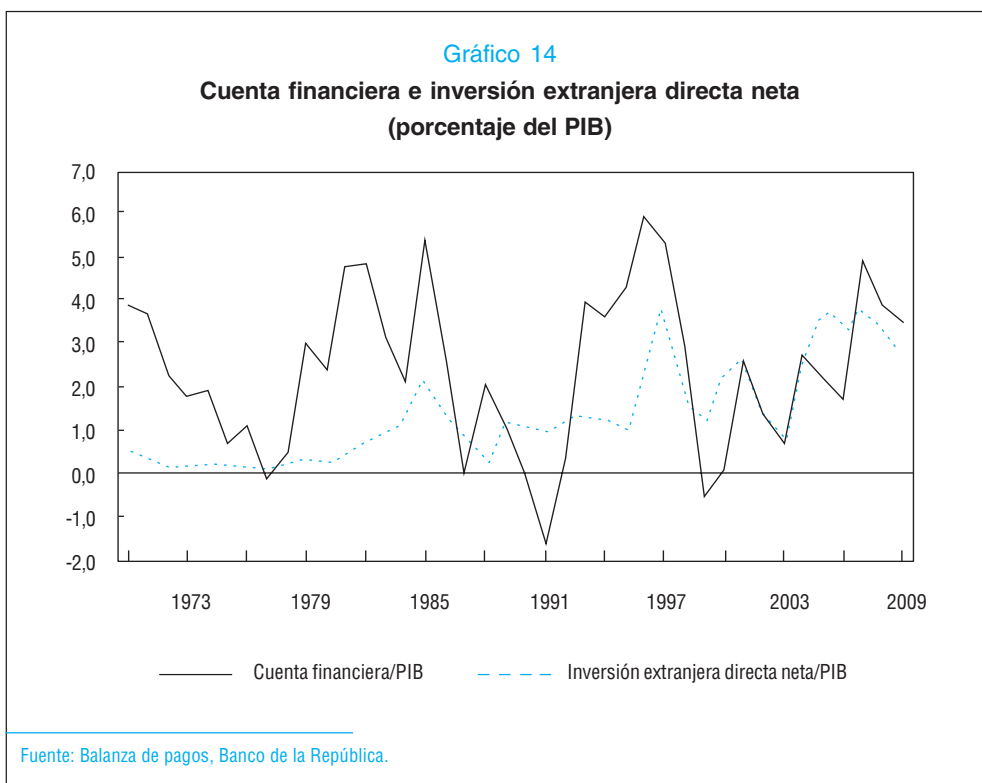
Gráfico 13

**Crecimiento del PIB per cápita mundial (1970-2009)
(variación porcentual anual)**



Nota: El PIB per cápita se calculó a partir de: $\text{crecimiento PIB}_t - \text{crecimiento población}_t$.

Fuente: Información del PIB mundial a precios constantes y proyecciones para los años 2008 y 2009 del Fondo Monetario Internacional (abril de 2009). Los datos de la población y sus proyecciones son del Banco de la República.



en la fase ascendente del ciclo. Tradicionalmente la política monetaria en Colombia se encontraba limitada por compromisos con metas de tasa de cambio que inducían movimientos procíclicos de la oferta monetaria y las tasas de interés. En contraste, durante el período reciente de grandes ingresos del exterior, la Junta del Banco de la República mantuvo la política de flotación, iniciada en septiembre de 1999, y acumuló reservas internacionales sin defender metas o niveles específicos de la tasa de cambio. La flexibilidad cambiaria resultante trajo beneficios importantes en términos de la autonomía que le brindó a la política monetaria. Además, indujo menores descalces de monedas al no ofrecer el “seguro” cambiario implícito en los sistemas de tasa de cambio fijo o intermedio.

En el contexto de una política monetaria autónoma y de una estrategia de inflación objetivo, el Banco buscó controlar el fuerte crecimiento de la demanda agregada; además, las presiones sobre la inflación, así como sus expectativas, se gestaron en el período de auge. Se pretendió igualmente evitar el deterioro de la calidad de la inversión que usualmente aparece tras largos períodos de bajas tasas de interés reales. Para ello se elevaron las tasas de interés en 400 pb entre abril de 2006 y julio de 2008.

Adicionalmente, con el fin de contribuir a preservar la estabilidad financiera, y reconociendo la naturaleza procíclica de la oferta de crédito, se adoptaron medidas encaminadas a contener el endeudamiento, así como el descalce cambiario del sector privado y los riesgos de liquidez y de contraparte del sistema financiero. Se impusieron encajes marginales sobre los depósitos locales, se activó el requisito de depósito sobre el endeudamiento externo y los flujos de inversión de portafolio (esta última medida fue tomada por el Ministerio de Hacienda) y se establecieron límites a la posición bruta de derivados cambiarios de los intermediarios financieros. Todo esto, sumado a medidas regulatorias existentes que limitaban los descalces de moneda y plazo de los bancos en divisa extranjera. Por su parte, la Superintendencia Financiera elevó los requisitos de provisiones sobre la cartera comercial y de consumo, y orientó un proceso de retención de las utilidades del sistema financiero de 2008 para reforzar la solvencia de los intermediarios.

Este conjunto de medidas, hoy denominadas macroprudenciales, le permitió a la economía colombiana un ajuste mucho más benigno ante un deterioro histórico de las condiciones externas, comparado con el ocurrido de haber prevalecido una política monetaria procíclica en la fase de auge. Además, le redujo sustancialmente su vulnerabilidad. En particular, la política de control de la inflación y la flexibilidad cambiaria contuvieron las expectativas de inflación y evitaron la formación de descalces cambiarios importantes. Esto hizo posible que, a diferencia de ciclos anteriores en donde la inflación y el riesgo cambiario del sector privado o público eran altos, la tasa de cambio se depreciara sin comprometer las metas de inflación o la estabilidad financiera. En el pasado las presiones hacia la devaluación tuvieron que ser contrarrestadas con grandes ventas de reservas internacionales y fuertes contracciones monetarias, lo cual reforzó el impacto negativo externo sobre la actividad económica.

Así mismo, y tal vez algo muy significativo, el control de la inflación y las expectativas de inflación permitieron que la Junta Directiva del Banco de la República pudiera reducir de manera agresiva y rápida la tasas de interés de intervención: 550 pb en solo seis meses. La disminución de las tasas del Banco ha permitido mitigar de manera oportuna el impacto del choque externo sobre la demanda agregada, el sector productivo y el empleo.

Adicionalmente, el control del endeudamiento del sector privado y el refuerzo de la solvencia del sistema financiero limitaron la fragilidad financiera de la economía y evitaron la formación de burbujas especulativas en los precios de la vivienda u otros activos. Gracias a esto, y a diferencia de otros ciclos, no se han presentado quiebras generalizadas ni una crisis financiera que amplíe el efecto de las condiciones externas adversas. El crédito interno continúa creciendo a tasas reales de dos dígitos en la fase descendente del ciclo, algo difícilmente alcanzable en otros episodios. Además de atenuar la caída del gasto interno, esto ha facilitado la transmisión de la política expansiva del Banco de la República, puesto que grandes volúmenes de nuevos créditos se pactan a menores tasas de interés.

Por supuesto, lo anterior no habría sido posible sin la presencia de un nivel de ahorro externo importante que evitara un ajuste drástico de la cuenta corriente y el gasto de la economía en la fase de desaceleración. Esto se explica, en parte, porque en esta ocasión las economías emergentes no están en el epicentro de la crisis, pero también porque los inversionistas externos e internos reconocen una vulnerabilidad relativamente baja de la economía colombiana. Además de la ausencia de grandes desequilibrios reales y financieros, Colombia goza de un saldo apropiado de reservas internacionales y del acceso a la línea de crédito flexible del FMI por más de US\$10.000 millones. La amplia liquidez internacional reduce de manera significativa la probabilidad de movimientos especulativos en contra de nuestra moneda.

En resumen, el actual ciclo económico se relaciona con cambios en las condiciones externas de la economía, particularmente los precios y volúmenes de nuestras exportaciones y los flujos de capital. En eso este ciclo es similar a los anteriores y difícilmente podremos sustraernos de movimientos semejantes en el futuro si pretendemos recoger los beneficios de la globalización. Lo que sí podemos hacer, y lo hemos logrado en los últimos años, es generar las condiciones y políticas para que los efectos de factores externos cambiantes no impliquen fluctuaciones excesivas y traumáticas del crecimiento. Esto se puede apreciar claramente si comparamos el desempeño reciente de la economía colombiana con el ajuste a los cambios en las condiciones externas que habrían tenido lugar en presencia de una inflación desbordada, un endeudamiento excesivo, burbujas de precios de activos y descalces cambiarios. La situación de algunos países de Europa Oriental nos puede servir como referencia para dicha comparación. Nuestro reto es desarrollar y perfeccionar instituciones e

instrumentos contracíclicos y macroprudenciales que minimicen las desviaciones del crecimiento con respecto a los niveles sostenibles en el largo plazo.

III. ALGUNAS TAREAS PENDIENTES

La principal tarea hacia adelante consiste en hacer más sistemático y predecible el conjunto de medidas económicas contracíclicas por emplear. De esa manera se crea un marco de política macroeconómico que sea menos dependiente de los intereses de corto plazo de los agentes privados y públicos. Así mismo, se contribuye a que el comportamiento de los bancos, las empresas y las familias incorpore en sus decisiones la respuesta esperada de las políticas macroprudenciales. Todo esto reduce la formación de desequilibrios reales y financieros y ayuda al crecimiento estable de la economía.

En este sentido, se identificaron tres áreas en las cuales el país puede avanzar. La primera es una reforma institucional: se trata de que el país considere de nuevo la adopción de una regla de superávit primario estructural para el Gobierno nacional³. Esto reforzaría el esquema actual en donde el Gobierno define la política fiscal con base en el Marco fiscal de mediano plazo. Pese a sus ventajas, dicho marco no garantiza la adopción de una política fiscal contracíclica, por cuanto exige solamente la selección de una meta de superávit primario para el sector público consolidado en una vigencia y metas indicativas posteriores que garanticen la sostenibilidad de la deuda pública. Puede suceder entonces que, en la fase ascendente del ciclo, el Gobierno fije metas bajas de superávit primario que no comprometan la sostenibilidad de la deuda, pero que amplíen la expansión económica cuando menos se necesita. Esto implica, naturalmente, que en la fase descendente del ciclo la política fiscal no podrá ser expansiva, cuando más se necesita que lo sea.

Una meta de superávit primario estructural del Gobierno nacional introduce un carácter contracíclico a la política fiscal, limita movimientos procíclicos del gasto público y permite la operación plena de los

³ Para un análisis del tema véase, por ejemplo, Lozano *et al.*, “Regla fiscal cuantitativa para consolidar y blindar las finanzas públicas de Colombia”, Borradores de Economía, núm. 505, Banco de la República, abril de 2008.

estabilizadores automáticos. Adicionalmente, una regla de este tipo refuerza la sostenibilidad de la deuda del Gobierno nacional, y no sólo la del sector público consolidado, al tiempo que complementa las medidas que en ese sentido ya existen para las finanzas de los gobiernos locales. En términos del ajuste macroeconómico ante choques exógenos, la política fiscal derivada de una regla como la propuesta apoya la política monetaria en su labor de suavizar las fluctuaciones del producto y atenúa el impacto cambiario de los choques —la experiencia de Chile ilustra los beneficios derivados de este marco institucional—.

La segunda área en la que el país muy probablemente tiene espacio para avanzar es en las medidas de regulación financiera contracíclica. Por ejemplo, en la actualidad la Superintendencia Financiera estudia mecanismos que permitan acumular y desacumular provisiones de cartera a lo largo de un ciclo crediticio. En el mismo sentido podría pensarse en requisitos de capital contracíclicos que reconozcan la incertidumbre creciente sobre las pérdidas futuras de los intermediarios a medida que un período de auge se prolonga o se acentúa. De esta manera, se limitaría un aumento excesivo del crédito en los períodos de expansión y se reforzaría el capital bancario para evitar contracciones drásticas de la cartera en la fase descendente del ciclo.

La crisis internacional mostró que el control del riesgo de liquidez de los intermediarios es un elemento fundamental para preservar la estabilidad financiera. En Colombia la Superintendencia Financiera ha avanzado en la medición y monitoreo de este riesgo por medio del índice de relación de liquidez (IRL). En un paso siguiente, conviene evaluar si los mecanismos de prevención de descalses de liquidez existentes son suficientes y si deben ajustarse cíclicamente. Adicionalmente, en la reciente reforma financiera aprobada por el Congreso Nacional en la pasada legislatura, se derogó el parágrafo del artículo 53 de la Ley 32 de 1992, el cual señalaba que las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco de la República debían hacerse exclusivamente con títulos de deuda pública. Recordemos que ésta fue una de las medidas que tomaron varios bancos centrales ante la estrechez de liquidez causada por la crisis internacional.

Por último, una de las lecciones de la actual crisis es que la estabilidad del crecimiento requiere de estabilidad de precios y de estabilidad financiera. Por tanto, los bancos centrales no pueden concentrarse exclusivamente en alcanzar y mantener bajas tasas de inflación, sino también contribuir a

suavizar el ciclo económico restringiendo el endeudamiento excesivo y las exposiciones fuertes a los riesgos cambiario, crediticio y de liquidez. En este campo pueden presentarse algunos dilemas que se deben estudiar y resolver en Colombia.

El primero tiene que ver con el balance que se quiere mantener entre la disponibilidad de instrumentos para que las políticas del Banco de la República contribuyan a la estabilidad financiera, por un lado, y al desarrollo y la integración financiera, por el otro. Como se anotó, los controles de capitales y la regulación cambiaria fueron herramientas eficaces para limitar la fragilidad financiera de los bancos y sus clientes en la última fase de auge. Dicha eficacia, no obstante, puede no ser compatible con una adopción más rápida de productos e innovaciones financieras con claros beneficios de largo plazo en términos de la diversificación y transferencia del riesgo. Estos instrumentos también pueden entrar en contradicción con nuevos avances en la integración financiera del país con el resto del mundo. La solución de este dilema debe hacerse caso por caso, con el principio general de limitar la difusión de instrumentos y prácticas cuyas implicaciones sobre el riesgo sistémico no se puedan medir o comprender claramente.

El segundo dilema puede aparecer cuando el objetivo de inflación del banco central entra en contradicción en el corto plazo con la necesidad de contribuir a que la economía no desarrolle desequilibrios financieros reflejados en burbujas de precios de los activos o dinámicas crecientes del crédito. Por ejemplo, puede suceder que, ante una entrada fuerte de capitales, la tasa de cambio se aprecie fuertemente e induzca una reducción de la inflación por debajo de las metas, al tiempo con un aumento excesivo del crédito o de los precios de los activos. Si las herramientas para controlar el endeudamiento reducen adicionalmente la inflación, habrá una contradicción, y viceversa. La solución de este dilema y su explicación al público son temas que conviene analizar por anticipado⁴.

A largo plazo, sin embargo, la estabilidad de precios y la financiera son complementarias. Una tasa de inflación baja y estable es insostenible si se acumulan desequilibrios financieros, como nos está enseñando la crisis

⁴ Al respecto véase F. Tenjo y J. Uribe. “Respuesta del banco central frente a una crisis financiera global y a una burbuja en el mercado de activos”, ponencia presentada en el seminario Más allá de la crisis financiera, 28 de mayo de 2009.

financiera global. Por su parte, tasas de inflación altas y volátiles implican distribuciones arbitrarias de la riqueza y el ingreso, así como altas primas de riesgo. El resultado puede ser un sistema financiero subdesarrollado, inestable o reprimido.

Por: José Darío Uribe E.
Gerente general*

* Esta Nota Editorial es un documento preparado para la XLIV Convención bancaria, por realizarse en Cartagena los días 9 y 10 de julio de 2009.